

# Konjunkturer, internasjonal usikkerhet og pengepolitikk

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Pensjonskassekonferansen 2008, 16. april 2008

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 13. mars, Pengepolitisk rapport 1/08 og NBIM Årsrapport 2007.*

Kjære konferansedeltakere,

Siden i fjor sommer har verdens finansmarkeder vært preget av uro. Det som begynte med isolerte tap i en liten del av markedet for amerikanske boliglån har etter hvert fått store ringvirkninger i det finansielle systemet over hele verden. Usikkerhet og frykt for nye tap kjennetegner fortsatt markedene. Det er også blitt klarere at uroen vil gi svakere økonomisk vekst globalt. Senest for en uke siden la Det internasjonale valutafondet (IMF) fram nye anslag for veksten i verden som var klart svakere enn anslag presentert for bare noen måneder siden.

Så langt har de direkte konsekvensene av uroen vært begrensede her hjemme. Men fortsatt uro og svakere vekst ute vil påvirke norsk økonomi. Jeg skal komme tilbake til dette, men la meg starte med å si litt om den aktuelle situasjonen i norsk økonomi.

## Den økonomiske situasjonen

Siden midten av 1990-tallet har prisstigningen i Norge vært lav og stabil og ganske nær, men noe lavere enn målet på 2,5 prosent. Det står i kontrast til den utviklingen som preget norsk økonomi på 1970- og 80-tallet, hvor prisstigningen var høy og med stor variasjon.

Norsk økonomi har i hovedsak også vært preget av solid vekst siden begynnelsen av 1990-tallet, om enn med et mildt tilbakeslag i 2002 og inn i 2003. De siste fire årene har fastlandsøkonomien vært i en sterk høykonjunktur, med en gjennomsnittlig vekst godt over 4 prosent i året. Foreløpige nasjonalregnskapstall tyder på at veksten var særlig sterk i 2007. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk viser også at veksten var sterk i fjor, men at den avtok noe mot slutten av året.

Sysselsettingen har steget kraftig de to siste årene. Både i 2006 og 2007 vokste antall sysselsatte personer med over 3 prosent. I 2007 var 93 000 flere personer sysselsatt enn året før. Vi har ikke sett så sterk vekst de siste tiårene. Veksten i sysselsettingen har dels blitt dekket av nedgang i arbeidsledigheten og dels ved økt arbeidstilbud, både fra den etablerte befolkningen og ved arbeidsinnvandring. Vi må tilbake til andre halvdel av 1980-tallet for å finne like lav ledighet, og antallet ledige stillinger er rekordhøyt. Arbeidsmarkedet er stramt.

Denne konjunkturoppgangen skiller seg fra tidligere oppganger ved at prisstigningen så langt har holdt seg lav til tross for sterk vekst og økende kapasitetsutnytting. Det er flere årsaker til dette.

For det første: Åpningen av arbeidsmarkedet mot de nye EU-landene har gitt oss tilgang til en reserve av arbeidskraft. Strømmen av arbeidstakere til Norge har vært sterk. De vandrer dit hvor mulighetene for økonomisk vinning er størst. Flere og flere flytter til Norge og bosetter seg her. Mange utfører likevel arbeid som ikke varer lenge, og de vil kanskje vandre videre når jobben er gjort, og når konjunkturen snur. Befolkningen økte i fjor med om lag 55 000 personer etter at godt over 35 000 personer flyttet hit, regnet netto. Det er den høyeste veksten i befolkningen som er registrert.

For det andre: Økt import fra lavkostland og høye priser på en rekke av våre eksportvarer har ført til en kraftig bedring av bytteforholdet mot utlandet fra slutten av 1990-årene. Prisene på olje og gass, frakt, fisk, industrielle råvarer og verkstedsprodukter har steget markert. Bytteforholdet er bedret med om lag 40 prosent siden 2002. Den siste tiden har imidlertid bytteforholdet falt noe igjen som følge av at prisene på en del eksportvarer har avtatt. I tillegg slår noe økte importpriser negativt inn.

For det tredje: Virksomhetene i Norge har drevet mer og mer effektivt. Det gir lavere produksjonskostnader og har gjort det lønnsomt å sysselsette flere. Det gjelder både bedrifter som konkurrerer i utlandet, og de som leverer varer og tjenester her i Norge. Når vi sammenlikner med andre land, er det særlig utviklingen i produktiviteten i bankene og andre tjenesteytende næringer som skiller seg ut. Næringslivet har vært preget av høy omstillingsevne og evne til å ta i bruk ny teknologi som er tilgjengelig i et internasjonalt marked. Det er trolig et resultat av moderniseringen av økonomiens virkemåte på 1980- og 1990-tallet som ga mer effektive markeder.

## Uro i finansmarkedene

Uroen i finansmarkedene kan føre til at noen av de positive drivkreftene i norsk økonomi blir reversert.

Uroen ble trolig utløst av fallende boligpriser i USA. Fra andre halvår 2006 ble det meldt om økt mislighold på boliglån til personer med lav kredittverdighet. Det var utviklet verdipapirporteføljer rundt disse lånene. Usikkerhet oppstod hos banker og investorer som direkte eller indirekte var utsatt for tap på slike lån. Det førte til et kraftig fall i prisene på disse verdipapirene, og etter hvert også prisene på en rekke andre instrumenter som helt eller delvis har sikkerhet knyttet til boliglån.

I løpet av sommeren i fjor ble det klart at tapene hadde spredt seg til banker, fond og finanshus i Europa, Asia og USA. Uroen spredte seg også til andre deler av finansmarkedet. Få visste hvem som risikerte tap, og aktørene i finansmarkedet begynte å tvile på sine motparters økonomi og holdt på pengene.

Mange banker har tatt betydelige tap på egne investeringer knyttet til disse markedene, samtidig som de har måttet ta aktiva tilbake på egen balanse fra selskaper de hadde

etablert. Det har redusert deres evne og vilje til å gi nye lån og flere av de største finansinstitusjonene både i USA og i Europa har måttet reise store beløp i ny egenkapital.

Kriser og uro er bygget inn i markedenes virkemåte. Jakten på avkastning og markedsandeler kan noen ganger bli for intens. En erfaring av uroen så langt er at utviklingen i det finansielle systemet, med nye finansielle produkter kombinert med et mulig etterslep på lov- og reguleringssiden har gjort det finansielle systemet sårbart. Uroen har også vist at det i en situasjon med stor usikkerhet og uro er avhengighetsforhold mellom ulike deler av finansmarkedet som vi ikke observerer under normale forhold.

Et viktig trekk ved den pågående uroen er den kraftige økningen i prisen på likviditet bankene i mellom. Historien viser at differansen mellom bankenes finansieringskostnad i pengemarkedet og risikofri rente til tider øker kraftig, men disse periodene har vært forholdsvis korte. Når differansen nå holder seg på et høyt nivå, tyder det på at bankenes tiltro til andre bankers kredittkvalitet er redusert. Det viser nok også at bankene ønsker å holde betydelig likviditet for å begrense egne finansieringskostnader. De vedvarende høye rentedifferansene er et tegn på at denne uroen ennå ikke er et avsluttet kapittel.

### Innretningen av pengepolitikken

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med nær 2,5 prosent. Det har lenge vært utsikter til at inflasjonen skulle tilta. Siden sommeren 2005 er styringsrenten økt med 3,5 prosentenheter til 5,25 prosent.

Norges Banks rentesetting baserer seg på to hovedkriterier for den fremtidige renteutviklingen. For det første settes renten slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover. Dernest skal rentebanen gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjon og forløpet for kapasitetsutnyttningen. I avveiningen tas det hensyn til at eiendomspriser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon. De ulike faktorene som påvirker renteutsiktene, trekker nå i forskjellige retninger.

Uroen i finansmarkedene og usikkerhet knyttet til utviklingen i USA har ført til at markedsaktørens forventninger til den økonomiske veksten og sentralbankens styringsrenter har falt, både på kort og lang sikt. Den amerikanske sentralbanken har redusert styringsrenten med 3 prosentenheter siden september i fjor, og rentene er på vei ned også i flere andre land. Rentene reduseres for å møte utsiktene til svakere økonomisk vekst. Men med mange ledige boliger og eiendommer i USA er det ikke sikkert at rentevåpenet nå er like slagkraftig som det har vært. Det er derfor fare for at amerikansk økonomi går inn i en lavkonjunktur, til tross for nedgangen i rentene.

Skulle en slik utvikling i USA føre til en bred vekstpause i verden, kan det påvirke norsk økonomi på flere måter:

For det første kan en lavkonjunktur ute ramme aktiviteten og lønnsomheten i eksportnæringene og etter hvert kanskje også i oljesektoren. Det kan bli verre å finne avsetning i et fallende marked, og prisene på våre produkter kan falle.

For det andre kan uro og utsikter til lavere vekst gjøre norske husholdninger og bedrifter mer usikre. Det kan lede til at nye prosjekter og investeringer blir utsatt, eller til at bedriftene vegrer seg mot å ta inn nye arbeidstakere.

For det tredje påvirker uroen i finansmarkedene næringslivet mer direkte. Banker og investorer tar nå større påslag og økt pris for å stille opp med kapital til oppkjøp, omstillinger og investering, og bedrifter med stor gjeld må betale høye risikopremier når de låner.

Fallende rente i andre land har gitt økt renteforskjell mot utlandet. Det kan gi sterkere krone, men i valutamarkedet er det også motvirkende krefter. På lang sikt bestemmes utviklingen i kronkursen av endringer i bytteforholdet og varige forskjeller mellom Norge og utlandet i inflasjon og produktivitet. Men vi ser også at kursen på norske kroner svinger fra måned til måned og fra år til år. Kronen var sterk mot slutten av forrige høykonjunktur, men svekket seg da renten gikk ned i 2003. Siden har den styrket seg igjen, etter at veksten i Norge tok seg opp. De to siste årene har kronen styrket seg med knapt 5 prosent.

Selv om kronen har styrket seg har inflasjonen tiltatt, og er nå nær 2,5 prosent. Mens ulike mål på prisveksten så sent som i fjor lå under 1½ prosent, ligger de samme målene nå mellom 2,1 og 3,3 prosent. Veksten i konsumprisindeksen (KPI) er påvirket av økningen i strømprisene. Også den underliggende prisstigningen har økt og vurderes nå å være mellom 2 og 3¼ prosent. Prisveksten tiltar særlig for norskproduserte varer og tjenester. Prisene på de importerte konsumvarene har sluttet å falle. Det er forventninger til økt prisvekst ett til to år fram i tid.

Samtidig er veksten i norsk økonomi høy. God tilgang på arbeidskraft vil bidra til at veksten i norsk økonomi kan holdes oppe en tid fremover. Kapasitetsutnyttningen vil likevel trolig avta. Svakere utvikling i verdensøkonomien kan påvirke utviklingen i norske eksportnæringer. Etter hvert vil det kunne føre til svakere vekst også i andre deler av norsk næringsliv. Husholdningenes sparing er negativ, og vi må vente at de over tid vil søke å gjenopprette sine finansielle balanser. Utviklingen i renten og avmattingen i boligmarkedet vil trolig dempe veksten i etterspørselen etter varer og tjenester og bidra til økt sparing. Vi venter derimot økt bruk av midler over offentlige budsjetter med markert vekst i offentlige kjøp av varer og tjenester. Oljeinvesteringene anslås å holde seg høye. Løpende informasjon peker likevel i retning av en viss avmatting av den økonomiske veksten inn i 2008.

I de pengepolitiske rapportene presenteres resultatene av denne avveiningen blant annet i form av en slik figur, som gir referansebaner for renten, inflasjonen og kapasitetsutnyttningen i økonomien. I Pengepolitisk rapport 1/08 ble det pekt på at utsiktene og risikobildet taler for at renten den nærmeste tiden settes noe høyere enn anslått i forrige rapport. Utsiktene til sterkere pris- og kostnadsvekst vil på kort sikt mer enn veie opp for virkningene av svakere vekst i verdensøkonomien.

Prognosene er beheftet med stor usikkerhet. Anslagene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av den aktuelle økonomiske situasjonen

og hvordan økonomien virker. Usikkerheten i anslagene for rente, inflasjon og kapasitetsutnyttelse er illustrert med sannsynlighetsvifter. Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene.

I rentemøtet 13. mars besluttet Norges Banks hovedstyre å holde styringsrenten uendret på 5,25 prosent. I pressemeldingen etter møtet blir det vist til at hovedstyret som et alternativ vurderte å øke renten, men at en samlet vurdering tilsa at det var riktig å holde renten uendret. Det ble også pekt på at analysene i Pengepolitisk rapport 1/08 taler for at styringsrenten fram mot sommeren kan bli satt videre opp.

Hovedstyrets strategi er at styringsrenten bør ligge i intervallet 5 – 6 prosent i perioden fram til 25. juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for store forstyrrelser.

## Statens pensjonsfond - Utland

Når jeg er her og snakker med pensjonskasser må jeg også benytte anledningen til å si noe om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Den økte usikkerheten knyttet til det finansielle systemet og til vekstutsiktene i verdensøkonomien påvirker også de markedene Statens pensjonsfond – Utland investerer i. Svingningene i prisene har vært stigende de senere månedene både i aksjemarkedene og i rentemarkedene. Fall i aksjekursene, selv etter flere år med oppgang, har gitt økt oppmerksomhet om variasjoner i fondets verdi.

I en slik situasjon er det viktig å ta et skritt tilbake og minne om grunnlaget for den investeringsstrategien som er valgt for fondet. Strategien tar utgangspunkt i fondets særpreg, særlig det at fondet har en svært lang investeringshorisont. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren foretar store uttak over kort tid. Andre fond eller privatpersoner kan av ulike grunner bli tvunget til å redusere sine beholdninger eller trekke midler ut av kapitalmarkedene på et ugunstig tidspunkt. Det kan skyldes at investeringene er basert på opplåning, at et fond møter reguleringsmessige beskrankninger, eller rett å slett at en langsiktig strategi er gjenstand for kortsiktige vurderinger.

I tillegg til at fondet er stort og vil ha lang levetid, er det i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Fondet har dermed en større evne til å bære risiko enn andre fond det er naturlig å sammenlikne med. Pensjonsfondet kan derfor i større grad være investert i finansielle instrumenter som på kort sikt kan variere mer i verdi, men som har en høyere forventet avkastning, det vil i praksis bety plasseringer i aksjemarkedet. Nå øker aksjeandelen fra 40 til 60 prosent.

Dersom avkastningen i ulike markeder ikke beveger seg i takt, kan en ved å spre investeringene få et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko. Derfor utvides fondets portefølje til å inkludere flere land, og til å øke dybden av investeringene i de enkelte markedene.

Fondets strategi gir en svært bred markedseksposering. Det sikrer at fondet ikke i for stor grad er utsatt for store tap på enkeltinvesteringer eller grupper av investeringer som

påvirkes av de samme eller nært tilknyttede risikofaktorer. Tap på enkeltinvesteringer eller grupper av investeringer vil i en godt spredt portefølje bli utlignet av andre investeringer. Investeringsstrategien skal være robust, både i normale markeder og i perioder med unormalt turbulente markedsforhold.

Det er nå 12 år siden det første innskuddet ble gjort i Statens pensjonsfond – Utland, som den gang het Statens Petroleumsfond, og fondets vekst og utvikling har vært sterkere enn ventet. Et stort og voksende fond som pensjonsfondet kan ikke tilpasse aktivaene til øyeblikksbildet, snarere tvert i mot. Det er viktig at fondets strategi ligger fast gjennom turbulente perioder.

Vi må dessuten vente at de sjokkene finansmarkedene vil bli utsatt for de neste tiårene vil være annerledes enn de vi kjenner fra historien og fra våre egne erfaringer de siste tiårene. Historien er likevel et av våre viktigste verktøy for å vurdere strategien. Dersom fondets strategi sees i lys av historien, for eksempel depresjonen på 1930-tallet og oljekrisen og stagflasjonen tidlig på 1970-tallet, viser analyser at fondet på kort sikt kan gjennomleve store tap, men at verdiene gjenvinnes i løpet av tre til fem år.

En del av pensjonsfondets strategi er å rebalansere porteføljen mot de aktiva som faller i verdi, det vil si å kjøpe de aktiva der krisen er størst, men der historien har vist at det langsiktige avkastningspotensialet er det beste. I løpet av fondets egen historie har vi vært gjennom en periode som viser at det var viktig å ikke endre strategien i en nedgangsperiode. Etter at teknologiboblen i aksjemarkedet sprakk i 2000, falt verdiene av fondets aksjer betydelig. Samtidig utliknet investeringene i rentemarkedet delvis de tap som oppsto på aksjesiden.

Norges Bank er den operative forvalter av pensjonsfondet. Siden fondet ble etablert har vi bygget opp en organisasjon som setter oss i stand til å gjennomføre den strategien Finansdepartementet har fastlagt. Innenfor det mandatet Norges Bank er gitt søker vi å skape merverdier ut over avkastningen som følger av den strategiske allokeringen.

Fondets gjennomsnittlige årlige realavkastning har vært 4,25 prosent siden 1997. Bidraget til avkastningen fra den aktive forvaltningen har i gjennomsnitt vært 0,39 prosent i året i den samme perioden. Den aktive forvaltningen har dermed bidratt med om lag 9 prosent av fondets samlede avkastning. Dette resultatet er oppnådd uten at variasjonen i avkastningen eller risikoen til fondet er endret. Bankens forvaltning har dermed bedret forholdet mellom avkastning og risiko for fondet. I det lange løp vil selv en prosentmessig liten forbedring i gjennomsnittlige årlige avkastningsrater ha stor innvirkning på fondets størrelse.

Det har vært et uttalt mål for den operative forvaltningen at det skal tas et stort antall investeringsbeslutninger som er uavhengige av hverandre både på et gitt tidspunkt og over tid. Fremover legger Norges Bank i større grad opp til å utnytte fondets karakteristika i utviklingen av investeringsstrategiene. I første rekke å utnytte fondets størrelse og muligheten for å legge en lengre tidshorisont til grunn for investeringene.

Mandatet til Norges Bank har en risikoramme på 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet. Utnyttelse av denne rammen innebærer at den faktiske avkastningen på porteføljen i to av tre år sannsynligvis vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseporteføljens

avkastning, men det innebærer og risiko for at den aktive forvaltningen hvert sjette år kan redusere avkastningen med mer enn 1,5 prosentpoeng. Med pensjonsfondets størrelse vil det være et stort kronebeløp. Tap i den aktive forvaltningen i perioder må vi forvente. Tap er ikke nødvendigvis uttrykk for at den aktive forvaltningen ikke drives profesjonelt eller ved bruk av de rette strategier. Et langt tidsperspektiv må ligge til grunn for å vurdere om forvaltningen er vellykket.

Selv om det siste året, som det første i fondets historie, har gitt negativt bidrag fra den aktive forvaltningen, endrer ikke det vår tillit til og tro på at vår organisasjon vil bidra til meravkastning i pensjonsfondet på lenger sikt.

Takk for at dere ville høre på!